

中国上場企業の株式と株主構造

—権力牽制状態に関する考察—

Ownership and Shareholder Structures in China Listed Companies:
Countervailing Power among Large Shareholders

李 東 浩

Donghao Li

問題意識

社会主義市場経済イデオロギーの下で、従来、中国の上場企業は集中的な株式所有構造を持っている。加えて、公的な性質である政府株主や私的な性質である個人・外資株主といった政治的な特徴、自由に流通できる株式や流通できない株式といった流通上の制限、そして圧倒的に支配的な地位を有する国有株主の存在など、様々な特有の性質を有する。国有株主による単独所有支配（コントロール）状況を改革するため、国有株主の持株比率を引き下げ、個人、外資などの私的な性質を有する株主を導入し、民営化する方向に進む方向を選んだ。改革のルートもロシア式のショック療法ではなく、むしろ漸進的にまず国有独資企業（100%持株）を50%以上の持株会社へと移行させ、そして、この持株会社の持株比率をさらに50%以下に引き下げさせたのである。

近年、こういう改革方針に従い、出資主体である株主の多元化による民営化の推進とともに、非国有株式・株主が爆発的に増加してきた。にもかかわらず、中央政府や産業管理部門いわゆる公的な性質の株主による集中的な所有支配状況は依然として強く見られ、親会社や国有資産管理会社の筆頭株主による単独所有⁽¹⁾の状況もまだ大きく改善されていないといえよう。

本文は、2009年の最新データを使い、2002年の状況を比較しながら、近年の中国上場企業の所有構造上の変化を解明する。また上位3位大株主の持株比率と所有性質を考察した上、中国上場企業の企業統治構造と企業内部での権力牽制状況を分析する。次の内容について具体的に、第一節では、近年株式所有構造の変化と特徴を紹介する。第二節では、株式所有構

（1）単独所有とは、第2位大株主の持株比率が5%未満の上場企業を指す。また同時に、筆頭株主の持株比率が50%以上の上場企業を「強単独所有企業」、筆頭株主の持株比率が50%以下の上場企業を「弱単独所有企業」と呼ぶ（李 2008 p.139）。

造の分布状況を説明する。第三節では、株主牽制の類型を分析する。そして、第四節では、筆頭株主属性の変化及び株主間の牽制状況を説明する。第五節では、国有資産監督管理委員会及び中央企業を紹介する。

一、株式所有構造の変化と特徴

近年、中国上場企業の所有構造は激しい変化がない。従来の国家政府による集中的な所有構造（いわゆる「一株独大」問題）は大きく改善されていない。にもかかわらず、上海市場と深圳市場を分けて見ると多くの変化が見られる。

表1は中国上場企業の株式所有構造に関する基本データである。O1、O2、O3は筆頭株主、第2位大株主、第3位大株主の持株比率である。 $\Sigma O3$ は上位3位大株主の持株比率の総和である。O1 / O2は筆頭株主と第2位大株主の持株比率の比率である。O1 / (O2 + O3)は筆頭株主と第2位大株主、第3位大株主の持株比率合計の比率である。また、HERF3は上位3位大株主の持株比率の平方和であり、株主集中度を表す指標である。 $HERF3 = O1^2 + O2^2 + O3^2$ 。

2009年筆頭株主の持株比率の平均値は2002年当初の44.05%（李 2008 p.93）から36.40%へと下がった。また2002年末上位3位大株主の持株比率の総和の平均値は56%であったが（李 2008 p.77）、2009年末同数値は49.33%まで下がった。これはある程度、「株式所有制度の多元化」すなわち民営化、及び「株主所有制度の分散化」が徐々に進んできた一証拠だと思われる。

ここで、筆頭株主である支配株主に対する重要な牽制役割を立つべき第2位大株主の平均持株比率は2002年末の8.40%より小幅に上がり8.93%になった。つまり、大株主間の牽制作用は筆頭株主の持株比率の減少によるものだけではなく、第2位大株主の持株比率の上昇によるものもある。この筆頭株主の持株比率の減少の平均値はただ7.48%であるが、中央値は9.37%である。個々の企業を見てみると、さらに大きな変更が見られる。

表1 中国上場企業の所有構造

(2009年末1826社)

指 標	平 均 値	中 央 値	最 大 値	最 小 値	標準偏差
筆頭株主 O1	.3640	.3417	.8650	.0364	.1577
2 位株主 O2	.0893	.0654	.4241	.0016	.0778
3 位株主 O3	.0379	.0262	.2400	.0005	.0370
$\Sigma O3$.4911	.4901	1.000	.0632	16.59
O1 / O2	15.47	4.736	297.7	1.000	28.95
O1 / (O2 + O3)	9.270	3.084	152.1	.5000	16.08
HERF3	.1742	.1430	.7560	.0026	.1282

出所：中国銀河証券海王星証券分析ソフト及び各上場企業年報より作成。

表1から、さらに以下の4点も分かる。

第1、筆頭株主の持株比率の平均値は36.40%である。相対的な支配力を持っている（20%或いは25%以上の基準に基づく判断）といえる。2002年の44%よりある程度減少したが、まだ高度集中的な株式構造だと思われる。個々の企業を見てみると、中国石油株式会社の筆頭株主は86%の株式を持ち、上場企業の中で最大値であり、極めて集中的な株式構造を有する。この筆頭株主は中央直轄企業の子中国石油集団会社であり、国家株式を持っている。一方、ST銀広夏株式会社の筆頭株主はただ3.64%の株式を持ち、上場企業の中で最小値であり、極めて分散的な株式所有構造を有する。この最大値及び最小値について、2002年末のデータと比べると、変更はほぼない（2002年末、最大値は85%、最小値は3.24%）。

第2、第2位大株主を見てみると、若干変化が見られる。つまり、2009年末の第2位大株主の持株比率の最大値42.41%は2002年末の最大値42.50%と変わらないが、2009年末の最小値0.16%は2002年末の最小値0.01%より16倍まで増えた。これにより、牽制がより効きやすい可能性があると思われる。この変化は第3位大株主の持株比率状況にも適用できる。

第3、筆頭株主と第2位大株主の持株比率の相対的な地位を示す $O1 / O2$ の平均値について、2009年のデータは16倍であり、2002年の48倍から大きく改善したと思われる。その最大値は約300倍だが、2002年の6008倍と比べると、大きく下げてきた。第2位大株主による牽制はまだ強くないが、改善の兆しは読める。

同様、筆頭株主と、第2位、第3位大株主の持株比率の総和の相対的な地位を示す $O1 / (O2 + O3)$ 数値を説明しよう。強力な筆頭株主を制限するため、単独の第2位大株主ではなく、第2位大株主が第3位大株主など他の大株主と手を組んで協力的に共同で働くのは牽制の効果を高めると期待される。この数値の平均値は9倍までに減少した。またその最大値は152倍、まだ高いが、2002年数値の4622倍と比べると、大きく下がってきた。

以上、 $O1 / O2$ と $O1 / (O2 + O3)$ の指標の急激的な減少からも分かるように、他の大株主が単独または共同で筆頭株主を牽制しようとする可能性は近年、非常に高くなった。バランスの取れた合理的な株式所有構造の改革方向に近づいていると思われる。

第4、上位3位大株主の集中度を表す指標HERF3についても、2009年の0.1754は2002年の0.2422より大きく減少して、高度集中的な株式所有構造が変化しつつあると示唆できる。

さらに、市場別の株式所有構造を示すのは表2である。

表2から分かるように、中小板市場やベンチャー板市場の上場企業では、 $O1$ と $O2$ の比率が近く、権力の牽制がより効きやすいと思われる。 $O1 / O2$ 数値は上海市場と深圳主板市場の20倍や18倍の高い水準と比べ、ただ6倍未満と3倍未満である。同様に、 $O1 / (O2 + O3)$ 数値も上海市場や深圳市場の11倍と比べ、ただの4倍未満と2倍未満である。言い換え

（2）STは特別処理の英文頭文字である。経営赤字の上場企業に対して、毎日の株価変動幅を通常の上下10%から上下5%に半減する特別処置である。

表 2 市場別の株式所有構造 (%)

指 標	上海市場	深 圳 市 場		
		主板市場	中小板市場	ベンチャー市場
筆頭株主 O1	.3716	.3366	.3881	.3219
2 位株主 O2	.0779	.0695	.1245	.1462
3 位株主 O3	.0298	.0272	.0585	.0808
Σ O3	.4793	.4333	.5711	.5489
O1 / O2	19.71	18.27	5.831	2.724
O1 / (O2 + O3)	11.68	10.93	3.775	1.733
HERF3	.1787	.1481	.1987	.1551
社数 (社)	863	472	408	83

出所：中国銀河証券海王星証券分析ソフト及び各上場企業年報より作成。

ば、中小板市場とベンチャー板市場では、筆頭株主の持株比率と第 2 位や第 3 位大株主の持株比率との間に大した差がなく、牽制しやすい状況に置かれると理解すればよい。こういった数値の差が出る理由として、上海市場や深圳主板市場では、多くの元々の大型国有企業がここで上場し、株式所有集中率が相対的に高い一方、中小板市場とベンチャー板市場では、個人・民営企業など中小企業がここで上場したのであり、大株主間の持株比率の差がそれほど高くないのである。

二、株式所有構造の分布状況

上場企業の株式所有構造状況を詳しく分析説明するため、表 3 では、重要な持株比率を境界に全上場市場及び、上海、深圳市場に分けて表している。

表 3 上場企業の株式所有構造分布表

持株比率	全上場市場				上 海 市 場				深 圳 市 場			
	筆頭株主		第 2 位株主		筆頭株主		第 2 位株主		筆頭株主		第 2 位株主	
	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%
> 67%	68	3.82	0	0.00	36	4.36	0	0.00	32	3.35	0	0.00
> 50%	386	21.69	0	0.00	210	25.42	0	0.00	176	18.45	0	0.00
> 25%	1300	73.03	81	4.55	611	73.97	35	4.24	689	72.22	46	4.82
> 20%	1522	85.51	192	10.79	705	85.35	70	8.47	817	85.64	122	12.79
10 - 20%	229	12.87	447	25.11	105	12.71	167	20.22	124	13.00	280	29.35
< 10%	29	1.63	1141	64.10	16	1.9	589	71.31	13	1.36	552	57.86
< 5 %	3	0.17	766	43.03	2	0.24	437	52.91	1	0.10	329	34.49
< 3 %	0	0.00	500	28.09	0	0.00	295	35.71	0	0.00	205	21.49
< 1 %	0	0.00	167	9.38	0	0.00	107	12.95	0	0.00	60	6.29

出所：中国銀河証券海王星証券分析ソフト及び各上場企業年報より作成。

まず、境界として使われる持株比率の意味を少し説明しておく。

① 1% 持株比率

中国の会社法により、1%の持株比率は中小株主が取締役や監査役、経営陣を訴訟する最低限持株比率である（『会社法』第152条）。

② 3% 持株比率

3%の持株比率は中小株主が株主総会開催の10日直前に臨時提案を提出できる最低限持株比率である（『会社法』第103条）。

③ 5% 持株比率

5%の持株比率は「大小非」⁽³⁾の限界であり、大株主の最低持株比率の国際的な判断基準でもある。また、中国「証券法」の長期保有制度に関する規定（第42条）、報告義務と一時取引停止制度に関する規定（第78条）などにより、5%を有する大株主として、単に株式の集中的な売買よりもむしろ株主提案権や株主議決権など筆頭株主へ牽制力を加えたほうはより効率的だと思われる。これこそ、本稿では、5%以上の持株比率をもつ大株主特に第2位大株主を「牽制株主」とも呼ぶ（李 2005 p.86）。

④ 10% 持株比率

10%の持株比率は臨時株主総会召集権（『会社法』第101条、第102条）、会社の解散権（『会社法』第183条）の最低限持株比率である。この法的な規定条文からも分かるように、10%の持株比率境界は非常に強い境界である。10%以上の持株比率を持てば、牽制株主は筆頭株主へ強力的な影響力を与える可能性が高い。

⑤ 20% 或いは25% 持株比率

最低20% 或いは25%の持株比率は支配株主に関する国際的な判断基準である（La Porta et al. 1999）。現代社会では、分散的な株式所有構造が普遍であるため、50%以上ではなく、20% 或いは25%以上の株式を所有することでも実質的に会社を支配・コントロールすることは充分であろうと認められる。

⑥ 50% 持株比率

50%の持株比率は絶対的な支配株主の持株比率の最低限である。集中的な株式所有構造を有する会社では、他の強力的な大株主が存在する場合、筆頭株主は50%以上の持株比率でないと、実質的に会社を支配・コントロールできない。

⑦ 3分の2（67%）持株比率

67%の持株比率は3分の2の持株比率を有する極めて集中的な株式構造を示す持株比率である。中国石油など国有企業が上場企業の主体であるときの特徴である。

(3) 中国証券監督委員会は、非流通株式の放出を改革し促すため、5%以下の非流通株式を保有する大株主が1年後にこれをすべて売却できること及び、5%以上の非流通株式を保有する大株主が1年後からの1年以内に5%以下の株式を、2年以内に10%以下の株式を、3年目以降制限なしで売却できることを付与した。

表3から分かるように、以下の2点が指摘できる。

第1、大多数の中国上場企業では、筆頭株主は支配的な権力を持っている。

まず、絶対的な支配権力（持株比率が50%以上）を持つ筆頭株主の上場社数・比率は386社・22%である。つまり約4分の1の上場企業では、筆頭株主が支配的な地位に立つ。そのうち、68社・約4%の筆頭株主持株比率は67%以上である。また、上海市場の210社・25%と比べ、深圳市場は176社・18%であり、絶対的なコントロール権限を持つ筆頭株主の社数と比率が少ないと分かる。

一方、50%以下の持株比率の場合でも、筆頭株主は20%或いは25%の持株比率を有し、しかも①他の大株主特に第2位大株主より明らかに高い持株比率を有し、②他の大株主が筆頭株主を反する集団行動を取りにくい場合（結託しにくい）、筆頭株主は相対的な支配株主の地位にも相当する。例えば、25%以上の持株比率を持つと、筆頭株主が代理権と表決権競争において、他の大株主の支持を得やすい状態になる。このとき、筆頭株主は往々にして相対的な支配株主の地位を取得できる。

この基準にすれば、中国上場市場では、1522社・86%或いは1300社・73%の企業は相対的な筆頭支配株主を有し、極めて多い。また、市場別を見ると、上海市場の場合、705社・85%或いは611社・74%、深圳市場の場合、817社・86%或いは689社・72%の筆頭株主は相対的な支配力を有する。二つの市場では、この数値は大きな差がない。表3からも分かるように、筆頭株主の持株比率の平均値は37%であり、相対的な支配権力を持っている。つまり、中国の上場企業では、筆頭株主は依然として、企業の支配権を握っている。

第2、第2位大株主の牽制力が弱い、深圳市場における第2位大株主の牽制力が上海市場より強い。

李（2005）によると、10%以上20%以下の持株比率を有する第2位大株主が筆頭株主の恣意的な行動に有効な牽制を効かせ、企業統治にいい影響を与える。表3から、10-20%を有する持株比率の第2位大株主の社数と比率は447社・25%である。また、上海市場の場合、167社・20%、深圳市場の場合、280社・29%になっている。つまり、上海市場より深圳市場の第2位大株主は、臨時株主総会を招集することや会社の解散プロセスを行うことなどで牽制力を効かせる可能性が高い。一方、上海市場と深圳市場では、それぞれ295社・36%、205社・21%の上場企業は第2位大株主の持株比率が3%以下で、株主総会の臨時提案権を持っていない。なお、それぞれ107社・13%、60社・6%の上場企業は第2位大株主の持株比率が1%以下で、訴訟権をもっていない。つまり、中国の上場企業では、第2位大株主による筆頭株主への牽制効果は総体的に低いのは現実である。

なぜこういう現状があるのだろうか。

上海市場では、元的大型国有企業、中央直轄企業、産業寡占企業などを改組改編し、上場をさせたケースが多いため、親会社や中央・地方国有資産管理会社や産業管理政府部門など

の機関が持株比率の高い筆頭株主になる場合は多い。それと同時に、第2位大株主の持株比率は相対的に低くなる。一方、深圳市場では、国有中小企業、地方企業や民営・外資・個人企業を上場させたケースが多い。会社設立当初も、バランスの取れた株式・株主構造を有する上場企業は多い。それゆえ第2位大株主の持株比率は高く設定され、筆頭株主への牽制効果も期待される。これについて、株式構造の内因説に支持される（Demsetz and Lehn 1985）。つまり株式の分散構造や集中構造はすべて株主間の競争の結果であり、各株主は収益とリスクを比較し、資本市場で自分の利益を保つために、適切な株式構造を選んだのである。一方、株式構造の法律理論派は、株式構造を国の法的環境に置き、集中的な株式構造は弱い投資者保護の法制度の代替措置として捉える（La Porta et al. 1998, 1999, 2002）。

三、牽制の類型に関する分析

表4は牽制の視点から、2009年末と2002年末の筆頭株主、第2位大株主に関する比較である。表4から分かるように、7年後、中国上場企業では、牽制ある企業の割合は53%から57%まで4%上がった。弱牽制型（第2位大株主の持株比率が5%未満）及び強牽制A型（第2位大株主の持株比率が10%－20%）の企業社数は共に3%上がった（21%と25%）。牽制の効率性が高くなったと考える。

筆頭株主の平均持株比率から見ると、2009年766社牽制－なし型企業の平均値は42%であり、2002年の55%より大きく下がった。また、絶対支配比率の50%以下である。つまり、第2位大株主による牽制がほぼないが、筆頭株主の持株比率が50%以下なので、恣意的に会社を侵害する行為などはやや少ないのである。一方、2002年の55%の場合、筆頭株主はより容易に会社をコントロールできる。なお、第2位大株主の持株比率平均値はただ2%である。

一方、牽制－あり型をさらに以下4つの種類に分ける。

- ① 弱牽制型：第2位大株主の持株比率が5－10%以内。牽制株主は提案権を持つが、臨時株主総会召集権や会社解散権など強力な牽制権力を持っていない。
- ② 強牽制A型：第2位大株主の持株比率が10－20%以内。牽制株主が臨時株主総会召集権や会社解散権など強力な牽制権力を持つが、過大な牽制権力をまだ持たないため、適度な牽制を与えられる。
- ③ 強牽制B型：第2位大株主の持株比率が20－30%以内。牽制株主が臨時株主総会召集権や会社解散権など強力な牽制権力を持つ一方、筆頭株主と意見の不一致や衝突を発生しやすいため、過大な牽制権力と思われる。
- ④ 強牽制C型：第2位大株主の持株比率が30%以上。牽制株主がさらに強力的な牽制力を発揮できるが、筆頭株主とさらに衝突しやすくなり、意思決定や経営管理では不要なコストが生じる。過剰牽制だと思われる。

表 4 2009 年と 2002 年の牽制の種類

牽制の種類 (2009 年末 1780 社)	牽制なし型 ($O_2 < 5\%$)	牽制あり型			
		弱牽制型 ($5\% < O_2 < 10\%$)	強牽制 A 型 ($10\% < O_2 < 20\%$)	強牽制 B 型 ($20\% < O_2 < 30\%$)	強牽制 C 型 ($O_2 > 30\%$)
筆頭株主持株比率	41.52%	33.37%	30.95%	35.26%	41.14%
第 2 位大株主持株比率	2.38%	7.42%	14.46%	23.53%	34.04%
社数と比率	766 (43%)	375 (21%)	447 (25%)	162 (9.1%)	30 (1.7%)
牽制の種類 (2002 年末 1061 社)	牽制なし型 ($O_2 < 5\%$)	牽制あり型			
		弱牽制型 ($5\% < O_2 < 10\%$)	強牽制 A 型 ($10\% < O_2 < 20\%$)	強牽制 B 型 ($20\% < O_2 < 30\%$)	強牽制 C 型 ($O_2 > 30\%$)
筆頭株主持株比率	55.32%	36.84%	30.58%	35.28%	42.36%
社数と比率	497 (47%)	188 (18%)	234 (22%)	121 (11%)	21 (2%)

注：2010 年 5 月末までの新規上場を除けば、2009 年末に 1780 社がある。

出所：中国銀河証券海王星証券分析ソフト及び各上場企業年報より作成。

中国上場企業の株式構造の発展の行方として、非流通株式の放出改革とともに、全流通株の上場企業社数は増えたが、今後、民営化の進展と共に、高度的な集中型株式所有構造は相対的な集中型へ、そして分散型株式所有構造へと進行が期待される。

四、筆頭株主の属性変化と株主間の牽制状況

この節から、さらに株主の特徴を詳しく説明する。

20 世紀 90 年代以来、大株主間の権力牽制問題は企業統治分野の一つの焦点になった。一般に、株主構造は 3 つのタイプがある。(1) 高度集中型株主構造。つまり、上場企業は一人唯一の支配株主を有し、当該株主は上場企業を絶対支配する。(2) 高度分散型株主構造。上場企業では、5% 以上の大株主が一人もなく、所有権と経営権はほぼ完全に分離されている。(3) 適度集中型株主構造。上場企業では、5% 或いは 10% 以上の持株比率を有する数人の大株主が存在し、彼らは共同で企業を支配する。こうした構造は接近持株構造 (closely held structure) とも呼ばれる⁽⁴⁾。この構造では、大株主の間に相互牽制と相互監督しあい、いずれの大株主も単独で企業を支配・コントロールできないため、単独大株主による独走や不正行為を制限できる。

理論上、(1)の高度集中型株主構造の場合、他の株主特に中小株主が支配株主に有効な監視監督と牽制を与えにくい。企業の内部統制メカニズムは働きにくい。一方、(2)の高度分散型株主構造の場合、監督によるコストとそれによる収益は不釣り合いであるため、往々フリーライディング現象が起こってしまう。結局外部の株主からの監視と牽制なしに「経営者支配」が出てしまう。そして(3)の適度集中型株主構造の場合、大株主の間に相互牽制の力が働きやすいため、監視と牽制の能力と動力がともに備えている。結局、会社の内部統制のメカニズ

(4) 大株主間の相互作用について、Bennedsen and Wolfenzon (2000), Bloch and Hege (2001), Gomes and Novaes (2001) を参照されたい。

ムがうまく働く。

一方、③の問題点として、意思決定や利益に関する大株主間の相互衝突が多発しやすい。有効な契約メカニズムが存在しない限り、大株主間の衝突は会社の安定経営に悪い影響をも与える。2つの大株主（集団）は近い持株比率を有するため、相互牽制のメカニズムが働きやすい一方、最終的な決定権を有する大株主が存在しないと、具体的な意思決定する際には、大量な意見衝突と対立が発生しやすい。これについて、青島ビールに関する共同所有・共同支配の事例分析では、メイン集団の事前明確化により、不必要で過度な衝突を避けた。また、筆頭株主が自分の優位的な地位を使って、他の大株主と共謀する、或いは共謀させる可能性が高いという問題点もある（Gomes 2001）。

以下、中国上場企業の筆頭株主の属性を説明する。ここ数年、中国上場市場では株主の急激な転換が見られた。表5からも分かるように、全上場企業の中では、2002年末1061社に公的な性質を有する筆頭株主の会社の比率が86%だったが、2009年末での1826社には、この比率が57%まで大幅に減少した。一方、私的な性質を有する筆頭株主の会社の比率は2002年末の14%から43%まで大幅に上昇してきた。その内訳、非常に大きな変更は民営企業や個人株主の増加である。

表5 筆頭株主の属性比較（2002年と2009年）

筆頭株主の性質		02年社数	02年比率	09年社数	09年比率
公的性質	① 国有資産管理会社	78	7.35	91	4.98
	② 国有非金融企業	221	20.8	326	17.85
	③ 国有金融企業	43	4.05	59	3.23
	④ 国有研究所・大学	16	1.51	28	1.53
	⑤ 国有親会社	513	48.4	519	28.42
	⑥ 政府部門	41	3.86	1	0.05
	⑩ 混合企業・上場企業	/	/	10	0.55
	合 計	912	85.96	1034	56.61
私的性質	⑦ 外資企業及び外資個人	11	1.04	53	2.90
	⑧ 国内個人及び民営企業	128	12.1	727	39.81
	⑨ 集団企業・従業員持株会	10	0.94	12	0.66
	合 計	149	14.04	792	43.37
総 計		1061	100.00	1826	100.00

注：2002年のデータは李（2008）から引用。2009年のデータは中国銀河証券株式会社の海王星証券ソフトより作成。当初両方とも年度末のデータを使いたかったが、2009年のデータでは、若干新規上場企業があるため、結局2010年5月末のデータを使う。

出所：中国銀河証券海王星証券分析ソフト及び各上場企業年報より作成。

表5の大株主の分類と性質について簡単に説明を加える。⁽⁶⁾

公的な性質を有する筆頭株主の大分類においては、7つの種類がある。そのうち、①の国

（5）青島ビールについて、李（2008）を参照されたい。

（6）詳しい説明は李（2008）p.97－99の分類説明を参照されたい。

有資産管理会社は、中央政府レベルの国務院国有資産監督管理委員会（国資委）、地方政府レベルの国有資産監督管理委員会（地方国資委）及び地方国有資産運営持株会社がある。

⑥の政府部門は主に財政部、中央匯金投資有限責任会社を指すが、株主の性質としては①の国有資産管理会社と類似するため、今回の作業では、その多数を2009年分類の①に帰属する。

⑩の混合企業・上場企業は、単純に公的か私的かを判断するのは困難であり、公私混同の所有形態の会社に帰属する。うち、上場企業による持株類型もあり、中国でも相互持株の株式構造が出現し始めた。

そして私的な性質を有する筆頭株主の大分類においては、3つの種類がある。そのうち、⑦の外資企業及び外資個人の類型では、香港に本拠を置く曖昧な「外資企業」のケースが多い。香港は政治上中国に所属するが、特別な管轄地で優遇な外資政策を享受できるため、数多くの中国大陸の個人や民営企業、国有企業も香港に本社を設置しながら、本格的な事業展開は大陸で行われている。

そして⑧の個人企業及び民営企業の分類では、ここ7年間急増してきた。2002年ただ12%だったが、2009年40%まで一気に飛び上がった。ここで、筆頭株主の持株状況を支配株主、実際支配株主、そして最終支配株主まで遡る。特に深圳市場では、一見すると、親会社による所有支配の状態に見えるが、実際には、多くの上場企業の最終支配株主は個人・民営企業である。

五、中央企業

政府の管理権限から、中国の国有企業を中央企業と地方企業とに分けられる。

中央（直轄）企業は強力な筆頭株主の代表として、上場企業へ多大な影響を与えている。

改革開放以来、「国退民进」による民営化が徐々に進んできたが、それに伴った国有資産の流失、内部人支配などの原因で、2004年から大型国有企業に関して、MBO（経営者による本企業を買収すること）活動が政府より禁止された。後ほど、特に国家安全、重要な資源、寡占産業では、「国進民退」が事実上実行された。この「国退民进」の主体となるのは中央企業である。こういう改革路線に従えば、今後の国有企業の改革方向は上記のような主幹産業及び重大産業にさらに集中し、国有企業の実力を強めることは当然のことである。⁽⁷⁾

中央企業は、最高の行政レベルを有し（企業の責任者は大臣レベルの肩書きもある）、直接

(7) この点、国家資本主義の模範、シンガポール政府持株会社テマセク社の経営運営モデルは中国政府によく評価される。しかし、30年間のパフォーマンスが維持してきたが、2008年に3億円超の赤字が発生したこともある。<http://jp.ibtimes.com/article/biznews/090210/28946.html>。テマセク社の経営モデルを簡単に真似するは無謀である。また、一部企業を民営化させ、部分的に持株をも放出している。詳細について、中村（2004）を参照されたい。

それとは別に、新自由主義思想派は、西側特に英米型の完備した法制度の上の市場経済制度を提唱・擁護する。つまり、「市場経済＋法制整備」のモデルが一時、圧倒的に流行した。

中国国務院の指導を受け、人事、財政交付金、規制など様々な支援と補助金を享受している。総資産や売上高、市場シェアなども勿論寡占的な存在である。また、一部の企業は所属の子会社を上場させ、資本市場から資金を調達している。国有企業は国民経済の根幹として、重大な役割を發揮している。

広義の中央企業は、(1) 国務院国有資産監督管理委員会（国資委）に監督管理される非金融企業、(2) 銀行監督管理委員会や保険監督管理委員会や証券監督管理委員会に監督管理される金融企業、(3) 他の産業管理部門に監督管理される企業の三種類がある。

だが、一般意義の中央企業は(1)を指すのである。つまり非金融企業である。その内訳は、
ア．軍事、電力、通信、水道など公共商品を提供する企業、
イ．石油、天然ガス、鉱山、希有金属などの自然寡占企業、
ウ．一般工業製品、建築、貿易などの競争性産業における企業、までに分類できる。⁽⁸⁾

中央企業の社数は、国資委が2003年成立以来、最初公表した189社（2003年9月30日）から、年々減少してきた。一番最近の資料によるとすでに125社までに減った（2010年5月26日時点）。この社数は、さらに2010年末に80～100社までに減少すると公表されている。

中央企業が親会社・筆頭株主となる場合、子会社の上場企業を過半数所有するのが普通である。例えば、中国石油株式会社（上場企業）の筆頭株主は中国石油天然気集团公司（持株比率86.2%）、中国石化の筆頭株主は中国石油化工集团公司（シノバック、持株比率75.84%）、中海油服の筆頭株主は中国海洋石油总公司（持株比率53.62%）である。筆頭株主はいずれも中央企業である。表6は比較的筆頭株主・中央企業の持株比率が高い20社の株式・株主構造に関する情報である。

表6を見ると、中国石油、中国石化、中国神華などの上場企業では、筆頭株主である各中央企業は過半数以上の持株比率を有し、上場企業を絶対的に所有支配していることが分かる。うち、中国石油の筆頭株主持株比率は86.2%、中国石化と中国神華の筆頭株主持株比率はそれぞれ75.84%、72.96%、非常に高いのである。また、興味深いのは形式的に見ると3社共に強牽制A型の企業統治構造を有するが、確認すると、3社ともに第2位大株主がH株を持つ香港（中央決算）代理人有限会社であることが分かる。この会社は香港証券取引所の100%子会社であり、上場している中国大陸の上場企業のH株式を集中管理している。この会社の役割は香港の各個人・機関投資家の持株を預かって代理管理するだけである。つまり実際、第2位大株主による牽制は不可能である。

(2)の金融企業について少し説明する。

中央匯金投資有限責任会社（匯金公司）は、国務院の授權により、国家政府の代わりに国有重点金融企業に出資する国有独資会社である。2003年12月16日設立当初、登記資本5000

(8) 企業リストは国資委のホーム・ページに参照されたい。

<http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1226/n2425/index.html>

表6 主要中央企業及びその上場企業の顔ぶれ

株式番号	上場企業	筆頭株主（親株主）	筆頭株主	2位株主	3位株主	牽制状況
601857	中国石油	中国石油天然気集团公司	86.20	11.38	0.22	2
600028	中国石化	中国石油化工集团公司	75.84	19.23	0.30	2
601088	中国神華	神華集团有限责任公司	72.96	17.05	0.90	2
601117	中国化学	中国化工集团公司	66.70	2.90	2.90	0
601989	中国重工	中国船舶重工集团公司	65.13	3.00	1.44	0
601618	中国中冶	中国冶金科工集团有限公司	64.18	14.96	1.83	2
601106	中国一重	中国第一重型機械集团公司	62.11	3.06	2.92	0
002051	中工國際	中国機械工業集团有限公司	62.04	2.69	1.05	0
601888	中国国旅	中国国旅集团有限公司	61.35	11.15	2.50	2
601186	中国鉄建	中国鉄道建築総公司	61.33	16.65	1.99	2
600056	中国医薬	中国通用技術（集団）控股有限責任公司	61.10	1.74	1.37	0
600150	中国船舶	中国船舶工業集团公司	61.06	6.04	5.68	1
600050	中国聯通	中国聯合網絡通信集团有限公司	61.05	0.56	0.50	0
601299	中国北車	中国北方機車車輛工業集团公司	61.00	5.20	3.01	1
600737	中糧屯河	中糧集团有限公司	59.60	2.83	1.68	0
600195	中牧股份	中国農業發展集團總公司	58.46	1.54	1.16	0
601179	中国西電	中国西電集团公司	58.13	5.36	3.00	1
601898	中煤能源	中国中煤能源集团公司	56.43	29.90	1.15	3
601390	中国中鉄	中国鐵路工程總公司	56.10	19.46	2.20	2
600500	中化國際	中国中化集团公司	55.17	1.11	1.06	0

出所：中国銀河証券海王星証券分析ソフト及び各上場企業年報より作成。

注：牽制状況では、牽制なし＝0，弱牽制＝1，強牽制A型＝2，強牽制B型＝3。

万元を財政部から直接受け取ったが、運営資金は中央銀行から調達した。

匯金公司是金融類国有資産を管理監督する役割を担っているため、「金融国資委」とも呼ばれる。2007年6月30日、匯金公司是全額子会社として新設した中国投資有限会社に合併された。後者は2007年9月29日に財政部から特別国債発行により調達した15500億元（約2000億ドル）で設立された世界主な国家主権ファンドの一つである。

匯金公司が直接出資する金融機関は6社大型商業銀行、2社証券会社、2社総合型金融機関及び1社再保険会社である。内訳は、国家開發銀行（非上場政策性商業銀行，48.7%）、中国工商銀行株式会社（上場商業銀行，35.42%。財政部は2位大株主として35.33%持株）、中国農業銀行株式会社（上場申請中の商業銀行，50%）、中国銀行株式会社（上場商業銀行，67.53%）、中国建設銀行株式会社（上場商業銀行，57.09%）、中国光大銀行株式会社（非上場商業銀行，70.88%）、中国再保險（集団）株式会社（非上場国有保險会社，85.5%）、中国建銀投資有限責任会社（非上場金融会社，100%）、中国銀河金融持株有限責任会社（非上場金融会社，78.57%）、申銀万国証券株式会社（非上場金融会社，37.23%）、国泰君安証券株式会社（非上場金融会社，21.28%）、新華人寿保險株式会社（非上場金融会社，持株比率不明）⁽⁹⁾。

終わりに

今後、中国企業は従来の高度集中的な株式・株主構造から、分散的な株式・株主ではなく、適度集中的な株式・株主構造への改革が進むべき方向である。ただ、この転換はまだ途上である。ここで、重要なことは、単なる公的な性質を私的な性質への転換ではなく、有効的な監視監督と牽制メカニズムが働くような転換が大切である。さもなければ、例え国有から民営への転換が実現したとしても、改革前と同じように牽制不在、筆頭株主による一方的な不正経営は引き継がれる。私的な「一株独大」は公的な「一株独大」の副作用よりもむしろもっと大きく、望ましくない反社会的な経営結果が出る可能性はもっと高い。この点、どの国でも適用だが、株主の性質が公的であれ、私的であれ、牽制の効かない企業統治構造は決して健全な構造ではないと思われる。

にもかかわらず、接近株主構造（closely-held shareholder structure）を有する上場企業では、株主性質のアレンジも重要である。国有持株の放出により、従来の国有筆頭株主が牽制株主に変身し、経営の主導権を私的な性質を有する民営株主に移した方はより効率的である（李 2008 p.267）。この時、経営管理の専門性が高い民営の株主が専ら経営に専念し、国有株主が専ら牽制と共同支配に専念する。

長期・持続的な企業成長を達成するため、それに適応した長期・安定的な株主構造も必要である。英米のような短期的な視野しか持たない外部投機的な株主や一定期間だけの機関投資家だけの株主はまだ不十分である。企業の長期的な発展にコンセンサスを持ち、長期的なコミットメントを持つ安定的な株主を育てることは、中国企業の株式・株主構造改革の次なる大きな課題である。

本稿作成において、科学研究費（19730249）の助成を受けている。

参考文献

- 中村みゆき（2004）「シンガポール政府持株会社テマセク社の株式売却に関する考察」『アジア研究』Vol.50, No.4, pp.55-78.
- Bennedsen, Morten, and Daniel Wolfenzon（2000）“The balance of power in closely held corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.113-139.
- Bloch, Francis, and Ulrich Hege（2001）“Multiple Shareholders and Control Contests”, Working Paper.
- Gomes, Armando, and Walter Novaes（2001）“Sharing of control as A Corporate Governance”, Working Paper, No.01-029.
- Gomes, Armando（2001）“Multilateral Negotiations and Formation of Coalitions”, PIER Working Paper, No.01-025.

／（9）詳しい情報は匯金会社のホーム・ページを参照されたい。

http://www.huijin-inv.cn/investments/investments_largeview.html アクセス時点：2009年6月30日。

李 東浩（2008）『中国の企業統治制度』 中央経済社。

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (1999) “Corporate Ownership Around the World” *Journal of Finance*, Vol.54, pp.471-517.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1998) “Law and finance” *Journal of Political Economy*, Vol.106, pp.1113-1155.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (2002) “Investor Protection and Corporate Valuation” *Journal of Finance*, Vol.57, No.3, pp.1113-1145.